

敵対的企業買収と第三者割当増資：日本法と中国法の比較検討

著者	宋 成哲
著者別名	SONG Chengzhe
その他のタイトル	Hostile takeover and third party allotment : Comparison of Japanese law and Chinese law
ページ	1-171
発行年	2021-09-15
学位授与番号	32675甲第520号
学位授与年月日	2021-09-15
学位名	博士(法学)
学位授与機関	法政大学 (Hosei University)
URL	http://doi.org/10.15002/00024528

博士學位論文
論文内容の要旨および審査結果の要旨

氏名	宋 成哲
学位の種類	博士（法学）
学位記番号	第 772 号
学位授与の日付	2021 年 9 月 15 日
学位授与の要件	本学学位規則第 5 条第 1 項(1)該当者(甲)
論文審査委員	主査 教授 潘 阿憲 副査 教授 荒谷 裕子 副査 教授 椛川 泰史

敵対的企業買収と第三者割当増資—日本法と中国法の比較検討—

1. 審査の経緯

本小委員会は、2021 年 4 月 5 日開催の大学院法学研究科教授会において、同研究科法律学専攻博士課程に在籍中の宋成哲氏から提出された博士（法学）学位請求論文「敵対的企業買収と第三者割当増資—日本法と中国法の比較検討—」（以下「本論文」という）を受理する旨の決定があったことを受け、同日発足したものである。

本小委員会の各委員は、本論文について、査読に基づく意見交換を適宜行った上で、2021 年 6 月 28 日に、宋成哲氏に対し口頭試問を実施した。同日に本小委員会を開催して、論文および口述試験の結果について検討を加えた。その結果、本小委員会は、宋成哲氏の博士（法学）学位請求論文を、全員一致で博士学位授与に値するものと判断した。以下、その内容を報告する。

2. 本論文の主題と構成

敵対的な企業買収が行われる際、買収者は買収の対象となる会社を支配すべく、市場における株式の買占めという方法を用いるのが一般的であるが、その際、対象会社の取締役会によって、当該買収を結果として阻止する形で第三者割当増資が行われることが多い。日本の現行会社法上、公開会社の取締役会は、強力な新株発行の権限が与えられているが、新株の発行方法の 1 つである第三者割当増資は、効率的に資金調達を行い、会社の事業資金の不足を緩和することができる一方、取締役会によって、敵対的企業買収に対する対抗策として、自らの支配権を維持する目的にも利用される。現行の新株発行制度の下で、取締役会が、そ

の強力な新株発行の権限を利用して、違法または著しく不公正な方法により新株発行を行う場合には、既存の株主は、経済的な不利益のみならず、持株比率の低下による不利益も被るおそれがあるが、第三者割当増資が、果たしてもっぱら敵対的な企業買収を阻止するためのもので、著しく不公正な方法による新株発行に当たるのか、その判断が甚だ困難である。

本論文は、敵対的企業買収の対抗策としての第三者割当増資に焦点を当て、日本の裁判例および学説がいかなる理論に基づいて第三者割当増資の公正さを判断してきたのかを考察したうえで、中国法における新株発行規制および敵対的企業買収としての第三者割当増資の問題点を検討し、日本法からの示唆に基づいて、中国の第三者割当増資におけるあり得べき法的規制について立法的な提言を行ったものである。

本論文の構成は、以下の通りである。

第一章 序説

第一節 敵対的企業買収とは

第二節 対抗策としての第三者割当増資と不公正発行

第二章 日本法

第一節 判例の展開

第一款 資金調達目的重視の裁判例

第二款 主要目的ルールの判断基準を用いた裁判例

第二節 学説の展開

第一款 資金調達の側面から問題を捉える立場——割当自由の原則説

第二款 組織法的な側面から問題を捉える立場

(1) 経営判断原則説

(2) 権限分配秩序説

(3) 主要目的ルール説

第三節 検討

第一款 敵対的企業買収に関する基本的スタンス

第二款 対抗策としての第三者割当増資と不公正発行の判断基準

第三章 中国法

第一節 中国の株式会社制度と株式市場

第二節 中国の株式会社における新株発行規制

第三節 中国の第三者割当増資

第一款 中国における第三者割当増資の発展

第二款 中国における第三者割当増資の特徴

第三款 買収防衛策としての第三者割当増資

第四節 第三者割当増資による買収防衛の事例

第一款 三特索道の第三者割当増資による買収防衛

第二款 万科の第三者割当増資による買収防衛

第三款 伊利会社の第三者割当増資による買収防衛

第五節 中国の買収防衛策とその特徴

第一款 企業買収に関する法規制

第二款 具体的な買収防衛策

第三款 防衛策としての第三者割当増資の位置づけ

第四章 結 語

第一款 日本法における敵対的企業買収と第三者割当増資

第二款 中国法への示唆——→立法論的検討

3. 本論文の要旨

(1) 本論文の第一章序説では、敵対的企業買収が行われる背景と敵対的企業買収に際して対象会社の経営者が採るべき基本的立場について考察したうえで、対抗策としての第三者割当増資と不公正発行との関係について検討が行われた。本論文によれば、これまで、日本においては、企業買収は、ほとんど友好的企業買収の形態が採られており、敵対的企業買収は極めてごく少数に留まっていたが、その理由としては、日本の経済社会に特有のメインバンク制度のほか、企業間の株式相互持合いによる安定株主の存在などにより、企業経営が金融機関や取引先、従業員等との間の継続的な信頼関係を基礎に行われてきたことから、敵対的企業買収が行われる環境はそもそも整えられていなかったことにあるが、バブル崩壊後の株式相互保有構造の崩壊による安定株主の減少や、証券市場のグローバル化、投資ファンドの増加などの環境の変化のほか、株式交換制度の創設や種類株式制度の柔軟化、会社法改正による合併等組織再編における対価の柔軟化などにより、敵対的企業買収が活発化するようになってきた。

敵対的企業買収に対する評価は、いろいろな側面からなされているが、一般的には、株式会社制度で経営資源をより有効に活用しようとする者は、その会社の支配株式を取得して会社の経営陣を交替させ、その目的を実現しようとするので、会社の現経営陣と敵対的な企業買収は、会社経営に対する監督システムとして有効に作用するものであり、また、経営効率の悪い会社においては、資産の有効活用ができていないため、会社資産に比して株価は割安になっており、敵対的買収の標的とされやすいので、買収側は、そのような無能な経営陣を排除して、自らより効率の高い経営を行うことにより、会社の資産価値を増大させることができる。さらに、実際に買収が起こらなかったとしても、常に敵対的企業買収の危険にさらされていることは、経営陣にとってよき刺激となり、経営の非効率性を改善することにも役立っているとされている。

しかし、実際には、敵対的企業買収が試みられた場合には、対象会社の経営陣は、自らの地位を守るために、あらゆる防衛策を駆使して買収を阻止しようとするのが通例である。敵対的企業買収に際して対象会社の経営者が採るべき基本的立場については、議論が分かれており、積極的な対策を採ることを支持する立場（経営者積極的行動説）は、企業買収を仕掛けようとする投資家はいつでも合理的に行動できるとは限らず、株主としては経営者の専門知識を必要とすること、経営者の能力が劣る会社の株価は低迷するというが、市場価格は経営者の成績を示すとは限られないこと、企業買収は成績のよくない経営者を駆逐するとされるが、企業買収は経営の良い会社を標的にすることもあり、また買収を計画する者が現経営者に比べて経営能力のないことがあること、取締役は株主を合理的に予想される損害から守る義務を負い、また買収によって従業員、地域社会や取引先等の株主以外の利益が損なわれることも考慮すべきであるということを経由としている。これに対し、株式の市場価格は会社の価値を正確に反映しており、株式公開買付においてプレミアムが支払われるのは、経営者を取り替えればより収益を上げる経営が期待できるためであり、会社の業績が悪く株価が低迷している場合には、買収が容易となり、経営能力のない経営者が追放されるから、会社はこのような市場の働きに任せるべきであり、経営者は買収に対して何らの防衛策も採るべきではないこと、また、取締役は株主の承認なしに会社の支配権の変更をもたらすことはできないはずであり、防衛によって結果的に取締役が自己の地位を守ることになり、会社や株主の利益が損なわれることが少なくないことなどを理由に、対象会社の経営者は何ら防衛措置を採るべきではないとする立場（経営者受け身説）がある。

このように、敵対的企業買収が試みられた際に、対象会社の経営陣はその対抗手段として、第三者割当増資を行うことができるか否かについては、議論が分かれているが、本論文は、敵対的企業買収には多くのメリットがある半面、株式高値買取りを要求するといった買収者の個人的な利益追求等の弊害があることも無視することができないという側面を重視し、敵対的企業買収に直面する会社においては、経営陣（取締役会）が対抗措置としての第三者割当増資を行うことは全く許されないわけではないが、会社ないし株主全体の利益よりも、もっぱら自らの支配権を維持する目的でそのような対抗手段を採ることは許容されるべきではないという立場に立つことを明らかにしたうえで、対象会社の経営陣が、もっぱら自らの支配権を維持し強化するために第三者割当増資という対抗手段を採った場合には、日本の現行会社法の解釈として、会社法 210 条 2 号の不正発行に当たるとして、新株発行差止めの対象になるものの、具体的に対象会社の行う第三者割当増資が、もっぱら経営陣の支配権維持・強化の目的のためであるということなどをどのように認定するかという不正発行の判断基準が問題であり、この問題をめぐる判例・学説の詳細な検討が必要であることを指摘した。

(2) 続いて、第二章日本法では、敵対的企業買収の対抗策としての第三者割当増資の公正さの判断をめぐる日本の判例・学説の展開について検討が行われた。

まず、初期の裁判例においては、小林百貨店事件に関する新潟地判昭和 42・2・23 や第一紡績事件に関する大阪地決昭和 48・1・31 のように、会社において資金調達の実効性がある場合には、その調達の方法は原則として取締役の裁量に委ねられるとする立場に立ち、新株発行が他の資金調達の方法に比して著しく不利であるとか、新株発行後短期間に会社が新株の引受先から買戻す計画があるといった新株発行の合理性を疑わせる特段の事情がない限り、当該新株発行は、少数株主を排斥する意図とか、支配権確保の目的などとは一応無関係になされたものであるとして、不公正発行を否定するのが多かった。しかし、恵美寿織物事件に関する大阪地判昭和 48・11・29 は、「不当な目的を達成するため新株を発行する場合と言うためには、少なくとも、取締役会が新株発行を行なうに至った種々の動機のうち、不当な目的を達成するという動機が、他の動機よりも優越し、それが主要な主観的要素であると認められる場合をいうものであり、差止請求においては、その程度の疎明がなされることが必要かつ十分である」と判示し、初めて明確な形で主要目的ルールを採用した。そして、敵対的企業買収が活発化する昭和 60 年代後半以降、第三者割当増資の差止めを求める事例が増えていく中で、上場会社 2 社が、同一の買収者によって大量の株式を買い占められる中で、相互に発行済株式総数の 20% 近くに当たる新株を発行する形の第三者割当増資を行おうとしたところ、当該買収者から新株発行差止めが求められた事案に関する東京地決平成元・7・25（忠実屋・いなげや事件）は、「株式会社においてその支配権につき争いがある場合に、従来の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行され、それが第三者に割り当てられる場合、その新株発行が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであるときは、その新株発行は不公正発行にあたるというべきであり、また、新株発行の主要な目的が右のところにあるとはいえない場合であっても、その新株発行により特定の株主の持株比率が著しく低下されることを認識しつつ新株発行がされた場合は、その新株発行を正当化させるだけの合理的な理由がない限り、その新株発行もまた不公正発行にあたるというべきである」と判示し、主要目的ルールをさらに明確化、具体化させた。それ以降、主要目的ルールは、多くの裁判例によって踏襲されることとなった。

本論文によれば、その後の裁判例の中で注目されるべきもの 1 つとして、ライブドア対ニッポン放送事件に関する東京高決平成 17・3・23 がある。同決定は、現経営陣が株主構成の変更を主要な目的とする新株・新株予約権の発行は会社法上の機関権限分配秩序に違反することを明確に認めたとうえで、会社の発行済株式総数の約 30% に近い株式が買い占められた後に、これに対する対抗措置として特定の第三者に対し新株予約権が発行された事例について、主要目的ルールを用いて、当該新株予約権の発行は、会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収を行って経営支配権を争う買収者の持株比率を低下させ、現経営者を支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主による会社の経営支配権を確保することを主要な目的として行われたものであるとして、不公正発行を肯定した。

もっとも、主要目的ルールを用いた裁判例においても、資金調達の必要性が認められた場合には、当該資金調達の方法の合理性や相当性については厳格に判断せずに、支配権維持が主要な目的であることを否定する傾向が強かったが、クオন্ツ事件に関する東京地決平成 20・6・23 は、資金調達の一般的な必要性が存在するだけでは、資金調達目的が主要な目的となるものではないとの立場を採り、それまでの裁判例とは一線を画した。同判決は、現経営者の支配権維持の目的による新株発行を伺わせる客観的諸事情（会社の支配権をめぐる争いがあり、取締役の選任と解任が議題となっている株主総会の直前に新株発行が行われ、新株は会社提案への賛成を表明している者に割り当てられ、これにより取締役側が事実上多数派を構成できることになり、また基準日後の発行にもかかわらず割当先に対し議決権を付与していることなど）がある場合には、他にこれを合理化できる特段の事情がない限り、支配権の維持を主要な目的としてなされたものであると推認できるとしたうえで、当該事案においては、社債償還等のために資金調達を行う一般的な必要性があることを認めながらも、本件では、具体的な社債の償還計画があったとは言えず、保有資産の売却等による資金調達も一切していないのにもかかわらず、新株発行による資金調達だけを先行させ、また、新株発行の払込期日を総会の 2 日前とし、かつ割当先に対し総会における議決権を付与することについて合理的な理由が説明できていないことから、本件新株発行を合理化できる特段の事情の存在までは認められず、本件新株発行は、既存の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてされたものであると判断した。これは、債権者株主が現経営者の支配権維持の目的による新株発行を推認させる諸事情を一定程度立証した場合には、支配権の維持が主要な目的であると一応推認され、この推認を覆すためには、債務者側で当該新株発行を正当化できる特段の事情について主張、立証しなければならないという形で、主張、立証責任を事実上分配したものである。このように、クオন্ツ事件決定は、資金調達の一般的な必要性が認められる場合でも、これを合理化できる特段の事情の存在が必要であるとし、会社側がこの特段の事情に当たる資金の使途や調達方法の合理性について主張・立証できなければ、支配権維持目的の優越性が肯定されるという新しい判断枠組みを示したものであり、本論文は、そのような判断枠組みで不公正発行の問題を判断したほうが妥当であると評価した。

一方、学説においては、不公正発行の判断基準に関し、いわゆる割当自由の原則説や経営判断の原則説が主張されている。前者の割当自由の原則説は、会社法上、取締役会には授權資本制度に基づく新株発行の権限が与えられており、新株発行をどのような形態（株主割当、公募または第三者割当）で行うかは、経営判断として取締役の裁量に委ねられており、公募による場合であっても、申込者のうち誰に割り当てるかも自由であるから、会社に現に資金調達の必要性がある以上、取締役が自派の者にのみ新株を割り当てることによって反対派株主の持分比率を低下せしめる結果になっても、不公正な発行方法とはならないとする立場であるが、本論文によれば、この立場によると、会社に資金需要があればその調達方法はすべて取締役の裁量に委ねられることになるので、敵対的企業買収が試み

られた場合において、少しでも会社に資金需要が認められれば、対抗手段としての第三者割当増資の適法性が肯定されることになり、容易に取締役の支配権維持・強化の目的に利用されてしまうおそれがあるので、適切とは言い難く、会社に資金需要があるとしても、どの程度の資金需要があるか、いかなる方法でそれを調達するかが問題とされるべきであり、割当自由の原則が、取締役の支配権維持目的での新株発行に利用されることを容認すべきではない。

そして、後者の経営判断原則説は、会社支配権に争いがある場合に、取締役が買収防衛策を採ることについても原則として経営判断原則が適用されることを認め、経営者はその経営判断によって自ら支配権を維持するために新株発行を行ってもよいとする立場である。本論文によれば、たしかに、会社の支配権をめぐる争いがない場合には、特段の事由のない限り、取締役会の経営判断が尊重されるべきであり、明確な不当性が認められない限り、不公正発行とならないと解するのが妥当であるものの、経営判断原則説によると、会社支配につき実質的な争いがある場合でも、買収防衛策を採ることについて経営判断原則が適用されるので、取締役はほとんど自由に買収防衛策をとることができることになり、敵対的企業買収が会社ないし株主全体の利益になると客観的に認められる場合でも、取締役はその経営判断に基づいて対抗手段として第三者割当増資を行うことができるので、前記割当自由の原則説と同様、本来資金調達手段としての第三者割当増資という制度が、容易に取締役の支配権維持・強化の目的に利用されてしまうおそれがあり、妥当ではない。

上記の両説に対し、機関権限分配秩序説は、株主を企業の所有者としてとらえたうえで、株主からの授権に基づいて会社を經營する取締役は、支配権の争奪に介入することが原則として許されないという立場に立ち、株主間に支配関係上の争いがあるときに、合理的理由がなく、単に株主間の争いに介入することのみを目的に新株を発行することは機関の権限分配秩序に違反し不公正発行となり、資産調達や業務提携、従業員持株制度の実施など、反対派株主を排除して特定の者に対して積極的に第三者割当増資を行うことを要する企業経営上の特段の事由がある場合でも、会社側がこれらの事由を立証しなければならず、その立証に成功できなかったときは、当該新株発行はやはり不公正発行に当たるとするものである。この学説に対しては、支配権争奪の場面において、反対派株主を排してまで行わなければならない第三者割当増資の必要性とは具体的にどういう場合であるのかは必ずしも明確ではなく、挙証責任が会社側に転換されても、取締役側が事業目的の必要性を強調すれば、裁判所はおそらくそのままその主張を認めて、不公正発行にはあたらないと判断することになるから、企業経営上の必要性という名目で、第三者割当増資が結果的に取締役の対抗手段として、なし崩し的に容認されていく危険性を内包しているなどといった批判がある。しかし、本論文によれば、このような批判的な学説も、権限分配秩序説が企業の所有者たる株主の意思を重視する考え方で、企業の運命を左右するような組織的変更を決するのはあくまでも株主であり、取締役の権限の正統性が会社の所有者たる株主

の意思に基づくという機関権限の分配秩序の点から問題を捉えていることについては是認しているので、会社の株主間に支配権をめぐる争いがある場合に、会社法上の機関権限分配秩序から、取締役は株主間の争いに中立でなければならず、会社法上付与されている権限を利用してその争いに介入してはならないという命題自体は、肯定すべきである。

ただ、問題は、具体的な支配権争いの場面において、第三者割当増資が行われた場合に、取締役がその新株発行の権限を利用して株主間の支配権争いに介入したと言えるかどうか、言い換えれば、どのような基準に基づいて、当該第三者割当増が不公正発行に該当すると評価するかという点である。機関権限分配秩序説によれば、資金調達や業務提携、従業員持株制度の実施など、反対派株主を排除して特定の者に対して積極的に第三者割当増資を行うことを要する企業経営上の特段の事由を会社側が立証できた場合には、当該第三者割当増資は不公正発行に当たらないということになるが、支配権争いへの介入目的が明白に存在しているにもかかわらず、会社に資金調達などの事業目的が認められるとして、それだけで不公正発行を否定するのは、果たして妥当と言えるのかは問題であり、この立場を突き詰めていくと、会社に資金調達目的等がある場合には、たとえ、第三者割当増資を行うことによって、本来会社ないし株主全体の利益になるような敵対的企業買収であっても、経営陣の一存でそれを阻止することが可能となり、その結果、現経営陣の地位が維持されることになるが、この結論は、前記の割当自由原則説とほとんど変わらないものとなり、疑問であるとする。そこで、本論文は、株主間に支配権争いのある中で行われる第三者割当増資が機関権限分配の秩序に違反し、不公正発行に当たるか否かは、より妥当な判断基準、すなわち、主要目的ルールを用いて判断すべきであると主張する。

新株発行は、様々な目的をもってなされるが、資金調達目的を含む複数の目的が存在する場合には、いずれの目的が新株発行にとり決定的であったかにより新株発行自体の公正性を判断し、現経営陣による支配権の維持・強化が新株発行の主たる目的であると認定される場合には、当該新株発行が不公正である、というのが主要目的ルールであるが、資金調達目的を含む複数の目的のうち、現経営陣の支配権維持・強化目的が新株発行の主たる目的であることをどのように認定するかという点については、本論文は、次のような判断枠組みを示した。

まず、①現経営陣と敵対的な関係にある株主（買収者等）との間において、会社支配をめぐる対立の経緯や対立の状況、第三者割当増資により当該株主の持株比率の低下などの支配的利益の侵害の程度が考慮されるべきである。次に、②現経営陣から資金調達目的の存在が主張される場合には、資金調達計画の立案過程や計画の具体性、他の資金調達方法との比較検討（銀行借入、株主割当または公募による新株発行の可否）が重要な要素となる。それまで資金調達の計画がなかったにもかかわらず、または事前に何らかの検討がなされていたものの、まだ漠然としたもので、十分に具体化されていなかったにもかかわらず、株式買占めによる企業買収を察知して、急遽取締役会が開催され、十分な討議もなしに新株発行決議がなされるような場合には、当該増資に関する会社側の主張は口実とみな

し、新株発行の必要性などを云々することなく取締役の支配権維持目的が主要な目的であると認定すべきである。また、従来から資金調達の計画があり、資金調達の必要性が認められる場合でも、なぜ、銀行借入れなどではなく、新株発行によって調達する必要があるのか、新株発行を選択したことについての合理的な理由が必要である。そして、③仮に前記②により新株発行による資金調達の必要性が認められる場合にも、なぜ、株主割当または公募ではなく、第三者割当による必要があるのか、新株の割当先と現経営陣とはどのような関係にあるか、当該割当先が新株の発行を受けた後、どの程度の議決権割合を有することになるかなどの事情も考慮されるべきである。単なる資金調達であれば、特定の第三者にのみ新株を割り当てる必要はないはずであるので、当該新株の割当先である特定第三者との関係が考慮されなければならない、買収者などの反対株主を除外して当該第三者に割り当てることを必要とする企業経営上の特段の事由がなければ、現経営陣の支配権維持目的の優越性が認められるべきである。そして、形式上は公募の形を取りながら、実質的には第三者割当に近い縁故募集が行われる場合も考えられるので、その場合には、割当が一定の客観的基準に基づいて行われているか、取締役自身やその家族に割り当てていないかなど、具体的な割当権限の行使態様から、実質的な第三者割当に当たるか否かが検討されるべきである。さらに、④取締役会決議や新株発行事項の公示・通知など、会社法上要求されている新株発行の手続きが守られているか否かも、新株発行の公正性の判断に影響を与えることがあり得るので、重要な考慮要素となる。最後に、⑤会社側から資金調達以外の事業目的、例えば、他の企業との業務提携や資本参加、従業員持株制度の実施などが主張される場合があるが、業務提携や資本参加、企業結合関係の創設ないし維持強化といった特定の経営政策を実現するために、特定の第三者に新株を割り当てることは、取締役会の正当な権限行使であり、それにより持株比率の著しい低下という不利益が株主に生ずるとしても、当該株主は適切な対案などを示さない限り、会社の発展や業績の向上といった株主共同の利益のためにそれを甘受すべきであるが、敵対的買収による支配権争いの場面において、取締役が、当該支配権争いに介入する目的で、業務提携や資本参加といった事業目的を口実にして大規模な第三者割当増資を行うこともあり得るので、この場合には、当該事業目的に関する計画立案の経緯や計画の具体性、実施の具体的な可能性等のほか、なぜ敵対的企業買収が仕掛けられた段階で、当該事業計画を実施することになったのかという検討・実施の時期に関する合理的な理由も考慮されるべきであるという。

以上のように、本論文は、敵対的企業買収が仕掛けられている中で行われる第三者割当増資が、機関権限分配の秩序に違反し、不公正発行に当たるか否かは、主要目的ルールを用いて判断すべきであるとの立場に立ったうえで、資金調達目的を含む複数の目的が存在する場合には、上記の①～⑤の事情を総合的に考慮したうえで、いずれの目的が新株発行にとり決定的であったかを判断し、現経営陣による支配権の維持・強化が新株発行の主たる目的であると認定された場合には、当該新株発行が不公正であると認めるべきであると主張する。

(3) 本論文の第三章中国法では、中国の株式会社制度と株式市場、新株発行規制と第三者割当増資の特徴、買収防衛策としての第三者割当増資と実際の買収防衛事例、不公正な方法による第三者割当増資に関する法規制のあり方などについて考察が行われた。

本論文によれば、中国では、1978年に改革開放政策が打ち出されて以降、株式会社制度が導入され、証券取引所も相次いで開設され、従来の国有企業から組織変更された株式会社が多数現れるようになった。そのような株式会社においては、国有企業の支配権の維持と国有資産の流失の防止のために、株式の一部に譲渡制限が設けられ、自由に譲渡できない「非流通株」となっているが、近年、非流通株を自由に流通させるための改革、いわゆる「株権分置改革」（株式流通改革）が進められ、非流通株の比率が低下し、市場で流通する株式が著しく増加してきた。そして、会社が成立した後に行われる新株発行については、会社法制定当初は、前回に発行した株式がすべて引き受けられ、かつ1年以上経過していること、会社が過去3年間連続して利益を計上し、株主に対し利益を配当していることなど厳しい要件が課されていたが、2006年会社法改正によりこれらの要件が緩和された。現在、株式会社が新株を発行する場合には、株主総会において、新株の種類および額、発行価額などについて、議決権の3分の2以上の賛成により承認することが要求されている（中国会社法134条・104条2項）。そして、会社が、新株を公開発行するとき、すなわち公募をするときは、國務院証券監督管理機構である中国証券監督管理委員会（証監会）の審査確認を得て、新株の目論見書および財務諸表を公告し、かつ株式引受書を作成することが要求される（中国会社法135条1項）。証監会は、新株発行の申請書類を受領した後、5営業日以内に受理するか否かを決定し、発行を承認した場合には、上場会社は、その日から6カ月以内に株式を発行しなければならない。従来、公募の場合の発行価額や発行方法などについては、証監会によって厳格に規制されていたが、2013年の制度改革によって審査手続きが簡略化され、発行価格や発行方法についても証監会は関与せず、市場に委ねられることになった。中長期的には、新株公開発行の手続きは、現在の審査制（承認制）から登録制に変更されると見られる。

近年の急速な中国経済の発展とそれに伴う資金需要の増加、および2005年10月の「証券法」の改正による上場企業の第三者割当増資に関する規定の整備に伴い、中国株式市場において第三者割当増資も活発に行われるようになってきた。特に、第三者割当増資の場合には、株式公開発行（公募）の場合と異なり、企業業績などの発行会社の資格要件がなく（公募増資の場合には、3会計年度の加重平均純資産収益率は平均6%以上であることなどが要求される）、発行株式数（増資の規模）に関する制限もなく、発行頻度に関する基準が設けられていない上、時価を下回る価格で発行することもできることから、資金調達や資産再編などの目的で行われることが多い。上場企業証券発行管理条例によれば、第三者割当増資は、上場企業が非公開方式を通じて特定の対象に対し新規株式を割当発行する行為であり、割当先は、株主総会で定められた条件を満たすことや、原則として10名以内であることなどの条件を満たすことが必要である。

近年の株式流通改革の実施により、上場企業における株式保有は、徐々に分散化してきており、国有企業であっても、敵対的企業買収に晒される可能性が出てきた。特に株式の分散が広く、筆頭株主の持株比率が比較的に低い上場会社は、より買収されるリスクに晒される。実際に、敵対的企業買収が行われる事例も増えてきているが、中国会社法上、新株発行による登録資本金の増加は、株主総会の特別決議が要求されており、また、上場会社の新株発行の場合には、証管会の審査認可が必要であることから、敵対的企業買収に対して、第三者割当増資を対抗策として用いるのは、日本よりは難しい状況にあると言える。しかし、第三者割当増資が、敵対的買収の対抗策として全く機能できないということではない。とりわけ、現在、中国企業の株主総会は、形式主義が深刻で、株式保有も徐々に分散化してきており、単独株主の影響力は微々たるもので、株主が株主総会に参加することによって会社の支配権を行使する積極性は、徐々に低下してきている。このように、株主総会が形式主義に流れ、株主による経営監督機能が働かなくなる中で、経営陣と支配株主は自らの利益を維持するために、形式上資金調達を目的として掲げながら、実質的には自らの地位を維持する第三者割当増資を通じて、企業買収者の持株比率を希釈化して、敵対的買収に対抗することが考えられる。実際に、中国の上場企業が敵対的な買収に対し、第三者割当増資を用いて株式を希釈化し、買収のハードルとコストを高め、買収防衛に成功した事例も見られた。本論文は、特に、三特索道株式会社、万科株式会社および伊利実業集団株式会社という3つの敵対的企業買収の事例を取り上げ、いずれの事例においても、経営陣が対抗手段として第三者割当増資を行うことにより、敵対的買収の危機を乗り越えたことについて詳細な検討を行った。

(4) 最後に、第四章結語では、敵対的企業買収の対抗策としての第三者割当増資をめぐる日本の判例・学説の状況を踏まえ、中国における第三者割当増資に対する法規制のあり方について考察が行われた。

中国の株式会社における株主総会は、形式主義に流れる中で、経営陣と支配株主は自らの利益を維持するために、形式上資金調達を目的として掲げながら、実質的には自らの地位を維持する第三者割当増資を通じて、企業買収者の持株比率を希釈化して、買収に対する対抗策を行うことがあるが、ほかにも、第三者割当増資は、不当な目的に用いられることがある。これは、一部の上場会社が、証監会が第三者割当増資を許可した本来の目的と異なり、調達した資金を会社の事業経営に用いるのではなく、むしろ大株主に利益として還元するという問題である。第三者割当増資に際しての情報開示要求は低く、株式の公募の場合よりも一定の隠蔽性を有している。しかも、第三者割当増資に対する審査手続が簡便で、少数派株主または監督管理機関が、第三者割当増資の割当先、発行価額、払込みなどに関して、経営陣及び経営陣の一派に属する株主に対して有効な監督管理を行うことが困難である。対象会社の経営陣または大株主が、第三者割当増資を通じてその支配地位を維持することは、会社の利益の維持・向上に役立つとは限らず、逆に、買収者側の行為が会社に利益と長期的な発展の機会をもたらす可能性もある。そこで、本論文は、日本にお

ける第三者割当増資についての不公正発行の判断基準に対する分析と、中国における第三者割当増資制度の運用の現状とを踏まえ、以下のような立法の提案を行った。

まず、第1に、敵対的企業買収の対抗手段としての第三者割当増資に関する立法提案として、第三者割当増資の資金調達という本来の目的を明確にして、買収対抗手段として濫用されることを制限することである。中国会社法では、取締役の忠実義務および勤勉義務が法定されているため、取締役会は、敵対的買収に対してそれらの義務を念頭に置きながら、会社の利益の最大化のため防衛策をとることによって買収者の短期的投資行為等を防ぐという責任を負う。特に濫用的な企業買収も存在しており、それに直面した場合には、対象会社は、ホワイトナイトや防衛のための株式発行を行うなど、有効な対抗措置を採ることができる。しかし、第三者割当増資という制度の本来の趣旨は、上場会社の資金調達を通じて、企業経営における資金需要の問題を解決することであり、証券市場を通じての资源配置を最適化することである。第三者割当増資を買収対抗措置として用いることは、第三者割当増資の制度趣旨に反するため、例外的な場合を除いて、主として買収の阻止を目的とした第三者割当増資は、これを制限すべきである。

第2に、不公正な方法による第三者割当増資について、発行差止請求権制度を導入することである。監督管理機関としての株主総会は、第三者割当増資を審査し承認する機関として、第三者割当増資の目的に対する審査と判断の能力に欠けている。また、証券監督管理機構も、第三者割当増資の目的を審査し判断することに適していないので、本来、裁判所が上場会社の第三者割当増資の妥当性を審査し、判断すべきものである。しかし、現行の中国会社法には、不公正発行の差止めを認める規定はないので、①株式の発行が法令または定款に違反する場合、または②株式の発行が著しく不公正な方法により行われる場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は、株式会社に対し、株式の発行をやめることを請求することができるという規定を創設すべきである。そして、この場合には、株主は、発行差止の訴えを本案として、裁判所に対し、当該株式発行の差止めを求める仮処分の申請ができるように、法整備を行うべきである。

第3に、第三者割当増資に関する情報開示制度を一層整備して、第三者割当増資の目的の開示を求めることである。情報開示制度は、上場会社の買収監督管理の重要な一環であり、対象会社の株主の利益を確実に保護し、株式市場の健全な発展を保障する上で欠かせない手段である。現在、中国の上場会社の情報開示はまだ不十分であり、会社は、情報の公開に積極的ではないが、投資家は、正確な投資決定をする前に会社の情報を参考にする必要がある。そこで、市場の公平性を確保し、企業間の公正な競争を促進するために、第三者割当増資を行う上場会社に対し、不正行為が発生しやすく、また投資家に誤解を生じさせやすい重要な情報についての開示を求めるべきである。

最後に、第4として、買収対抗措置としての第三者割当増資に関する司法審査ルールの提案である。第三者割当増資の妥当性をめぐり、裁判上争われることになった場合には、主要目的ルールを導入し、完備した理論を確立することである。日本の会社法学説および

判例の立場によれば、敵対的な企業買収に対抗して、取締役会が第三者割当増資によって支配権の維持・強化を図るのは、不公正発行であり、支配権維持・強化の目的による新株発行か否かは、主要目的ルールに基づいて判断される。中国の裁判所も、日本法における主要目的ルールを参考にして、第三者割当増資における主たる目的が何であるかについて司法的な判断を行うべきである。その場合、株主が、支配権争いがある中での新株発行であることを主張立証すれば、取締役の支配権維持目的を推定したうえで、取締役側が該当推定を覆すために、資金調達目的などの正当な事業の存在について立証責任を負うというように、公正な方法による新株発行であることの立証責任を取締役側に負わせるべきである。具体的には、「商業判断の原則」（ビジネス・ジャッジメントルール）を完備し、第三者割当増資の目的についての立証責任を導入することである。「商業判断の原則」は、英米法では、会社の経営者の経営責任を免除するものであるが、敵対的な企業買収に対抗する過程において、対象会社の取締役は、自己の利益を図る傾向があるものの、取締役は忠実義務に制約されているので、会社の最大の利益のために行動しなければならない。そのため、利益衝突の局面において、取締役が決定した買収対抗措置が「商業判断原則」によって保護されるためには、一定の制限を受けなければならない、これらの制限の中で最も重要なのは、取締役の行為が忠実義務を満たしていることを証明することである。このような立証責任の分配によって、買収者である株主と会社経営陣との間の妥当な利益考量を行うことができる。

4. 本論文の評価

以上のように、本論文は、敵対的な企業買収が仕掛けられている中で行われる第三者割当増資が、著しく不公正な方法による新株発行に当たるかという会社法上の重要なテーマについて、日本の判例および学説上の議論を詳細に考察したうえで、中国の第三者割当増資に対する法的規制のあり方について検討したものである。

敵対的な企業買収が試みられている中で行われる第三者割当増資が不公正発行に当たるかという問題を考察する場合には、まずその前提として、対象会社の経営陣が、そもそも敵対的な企業買収に対してどのような立場を採るべきかという問題を検討する必要がある、この問題についての立場を明確にして初めて、不公正発行の該当性に関してより妥当な判断が導かれてくると考えられる。

日本の会社法学説においては、敵対的な企業買収に際して対象会社の経営者が採るべき基本的立場に関して、積極的な対抗策を採ることを支持する経営者積極的行動説と、対象会社の経営者は何ら防衛措置を採るべきではないとする経営者受け身説が対立しているが、本論文は、敵対的な企業買収には多くのメリットがある半面、いわゆるグリーンメイラーのように、株式高値買取りを要求するといった買収者の個人的な利益追求等の弊害があることに着目して、そのような濫用的な目的をもって敵対的な企業買収が行われる場合には、対象会社

の経営陣としては、会社ないし株主全体の利益を損なうような企業買収を阻止する必要があるとする一方、積極的行動説のように、取締役による積極的な防衛措置の発動を無条件に認めると、対象会社の経営者は、株主のほか従業員や債権者、消費者、地域社会等の利害関係者の利益を守ることを口実にして、本来、効率的な企業買収も阻止してしまうという結果になりかねないことから、敵対的企業買収に直面する会社においては、経営陣が対抗措置としての第三者割当増資を行うことは全く許されないわけではないが、会社ないし株主全体の利益よりも、もっぱら自らの支配権を維持するためにそのような対抗手段を採ることは許容されるべきではないという立場に立つことを明らかにしており、問題考察の方法論としては、極めて明確であると評価することができる。

そのうえで、本論文は、第三者割当増資が、もっぱら対象会社の経営陣による支配権維持・強化の目的のために行われるものか否か、すなわち不公正発行に当たるか否かを判断するための具体的な判断基準に関する日本の判例・学説について、非常に詳細かつ丁寧な考察を加えており、とりわけ、裁判例に関しては、数多くの事例の中から代表的なものを選択したうえで、その1つ1つについて、事案の内容と判旨を簡潔に説明しつつ、当該裁判例の特徴や意義、位置づけなどについて、先行研究を踏まえて的確な分析を加えている点は、大いに評価することができる。また、学説に関しても、基本的な文献をフォローしたうえで、不公正発行の問題に関して展開されている各種の学説の内容やその関連性、問題点などについて詳しい考察を加えていたところも、高く評価することができる。

そして、このような日本の判例・学説に対する考察の結果、本論文は、不公正発行の判断基準として、主要目的ルールが適切であるとの立場を明らかにしたうえで、その理論的な根拠、すなわち、なぜ、資金調達目的が主要目的である場合には公正な新株発行であるのに対し、支配権の維持・確立が主要目的になっている場合には不公正な発行に当たるのかということの理論的な根拠については、これを会社法上の機関権限分配秩序に求めているが、会社法上、株主は会社の所有者として位置づけられており、会社の経営者として株主総会において選任される取締役の権限の正統性は、会社の所有者たる株主の意思に基づいているため、取締役が、授權資本制度のもとで認められている強力な新株発行権限を利用して、株主間の支配権争いに介入する目的で、特定の第三者に対し新株発行を行うのは、まさに、機関権限分配秩序に違反するものであるもので、本論文のよってたつ理論的根拠も、極めて適切なものであると評価することができる。とりわけ、本論文は、先行研究を踏まえたうえで、資金調達目的を含む複数の目的が存在する場合における第三者割当増資の公正性の判断基準に関して、会社支配権をめぐる対立の状況や経緯、第三者割当増資による株主の持株比率の低下の度合いなど5つの判断要素からなる判断枠組みを明確に示した点において、独自性が認められ、高く評価することができる。

さらに、中国の第三者割当増資に対する法規制のあり方に関しては、本論文は、中国会社法上の新株発行規制を明らかにしたうえで、中国における第三者割当増資の特徴とその展開のほか、敵対的企業買収に対する対抗策として実施された第三者割当増資の実例およ

びその問題点を取り上げて考察を加え、敵対的企業買収の対抗措置としての第三者割当増資に関する具体的な立法提案として、第三者割当増資の資金調達という本来の目的を明確にして、買収対抗手段として濫用されることを法的に制限すること、日本会社法を参考に第三者割当増資についての差止請求権制度を導入すること、第三者割当増資に関する情報開示制度を整備し、第三者割当増資の目的の開示を図ること、さらに、第三者割当増資の妥当性をめぐり裁判上争われることになった場合に、日本法上の主要目的ルールを導入し、取締役がもっぱら自己の支配的地位を維持するために、敵対的企業買収に対する対抗策として第三者割当増資を行う場合には、不公正発行として発行の差止めを認めるべきであることを提案しているが、これらの立法提案は、違法または不公正な方法による新株発行に対処する法的手段が未だに用意されていない現行中国会社法にとっては、極めて有益なものであると評価することができよう。

しかしながら、他方、本論文については、いくつかの問題点も指摘することができる。

第1に、本論文は、株主総会の決議に基づいて行われた第三者割当増資の差止めに関する事例（アマタホールディングス事件に関する京都地決平成30・3・28）も取り上げて検討しているが、当該事例においては、発行価額が会社法199条3項にいう「特に有利な金額」に当たることを理由に株主総会の特別決議がなされたとはいえ、現に株主総会の特別決議を得たうえで発行された以上、仮に、当該第三者割当増資が経営陣側の支配権維持目的によって行われるものであるとしても、それは、もはや会社法上の機関権限分配秩序に違反するものとはいえず、したがって、不公正発行には当たらないのではないかという疑問が生じてくるが、この点についての本論文の検討は、やや不十分であり、今後のより精緻な検討が望まれる。

第2に、中国法の場合についても前記と同様のことが言えるが、中国では、株式会社が新株を発行する場合には、株主総会において、新株の種類や額、発行価額などについて、議決権の3分の2以上の賛成により承認することが要求されており、株主総会の特別決議による承認が新株発行の要件とされているので、そうであるとすれば、特別決議による承認を得た第三者割当増資は、会社法上の機関権限分配秩序に違反せず、不公正発行には当たらないという結論になりそうであるが、本論文においては、この点についても十分な検討がなされていない。もっとも、本論文によれば、中国の株式会社の株主総会は、形式主義が深刻で、株式保有が分散化してきており、一般株主の影響力は微々たるもので、株主総会への参加も少ないため、株主による経営監督機能が働かなくなることから、経営陣は自らの利益を維持するために、形式上資金調達を目的として掲げながら、実質的には自らの地位を維持・強化する第三者割当増資を通じて、企業買収者の持株比率を希釈化して、敵対的買収に対抗することが可能であると指摘しているが、これは、株主総会の形骸化によって生じる結果であるとしても、現に株主総会による新株発行の承認があった以上は、法的には当該第三者割当増資が正当化されることになるわけであり、支配権維持目的によるものであることを理由に不公正発行として捉える場合には、会社機関権限分配秩序とは異

なる観点からこれを根拠付けることが必要であろう。

第3に、本論文は、中国法上の新株発行規制に関する提案の1つとして、日本の判例・学説上用いられている主要目的ルールの導入を提唱しているが、その際に、資金調達目的などの正当な事業目的の存在についての立証責任に関して、経営判断原則（商業判断の原則）の適用を主張している。しかし、本論文においても指摘されているように、経営判断原則は、本来、会社に損害を生じさせた具体的な経営判断についての取締役の責任の有無を判断するための法理であり、これを立証責任のルールとして用いることは、必ずしも確立された考え方とは言い難い。たしかに、第三者割当増資を行うか否か、また、誰に対して第三者割当増資を行うかは、取締役会の判断に委ねられ、その意味では経営判断事項の1つとして位置づけられ、また、取締役が自らの支配権を確立または維持するために第三者割当増資を行う場合には、取締役が自己の利益を図るという意味で、忠実義務違反が認められそうであるが、そのような場合であっても、取締役と会社間において利害の衝突が生ずるとは限らないのであり、不公正な方法による第三者割当増資を常に取締役の利益相反という意味での忠実義務違反としてとらえるのは困難ではないかと考えられる。したがって、この点についてもさらなる検討が望まれる。

しかし、以上の指摘は、いずれも、本論文で取り扱われている会社法上の重要な研究テーマについての今後のさらなる検討の可能性を示したものであり、本論文の博士論文としての質を損なうものではない。

5. 口頭試問

本小委員会は、2021年6月28日に、宋成哲氏に対し口頭試問を実施し、本論文を中心に、関連する学識確認の試問を行った結果、同氏には博士学位に値する学識と研究能力が備わっていると判定した。

6. 結論

以上により、本小委員会は、宋成哲氏が、研究能力および学位論文に結実した研究成果の到達度の両面において、博士（法学）の学位を受けるに値するものと判断した。

以 上